

## Flash Economie

5 juin 2019 - 701

### La dette publique pénalise-t-elle vraiment les générations futures ?


On entend souvent dire que, lorsqu'un pays accumule aujourd'hui un supplément de dette publique, il s'agit d'une pénalisation des générations futures de ce pays. Mais il faut réfléchir davantage à cette question, en illustrant cette question par les données concernant la France.

- Si la dette publique finance un supplément d'investissements efficaces (infrastructures, éducation, formation, recherche, soutien aux entreprises innovantes), elle génère un supplément de revenu dans le futur, et elle n'est donc pas une charge pour les générations futures.
- Si le taux d'intérêt réel est supérieur à la croissance en volume, un taux d'endettement public plus élevé implique la nécessité que, dans le futur, l'excédent budgétaire primaire soit plus élevé, afin que la solvabilité budgétaire soit respectée, ce qui est bien un prélèvement sur les générations futures.
- Mais si le taux d'intérêt réel est inférieur à la croissance en volume, le taux d'endettement public converge toujours ; un taux d'endettement public plus élevé à long terme permet d'avoir un déficit budgétaire primaire plus élevé, et n'entraîne donc pas du tout un prélèvement sur les générations futures.

Au total, la dette publique ne pénalise pas les générations futures :

- si elle finance des dépenses publiques utiles, productives ;
- ou si le taux d'intérêt réel est inférieur à la croissance en volume.

En France, la première condition n'est pas vérifiée, mais la seconde l'est aujourd'hui.

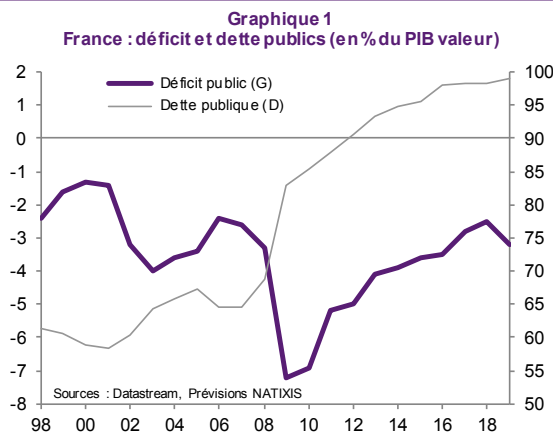
**Patrick Artus**  
Tel. (33 1) 58 55 15 00  
patrick.artus@natixis.com  
 @PatrickArtus

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Un argument souvent entendu

Nous allons illustrer notre propos par **le cas de la France**.

On entend souvent dire que **le niveau élevé des déficits publics et de la dette publique (graphique 1) correspond à une pénalisation des générations futures**.



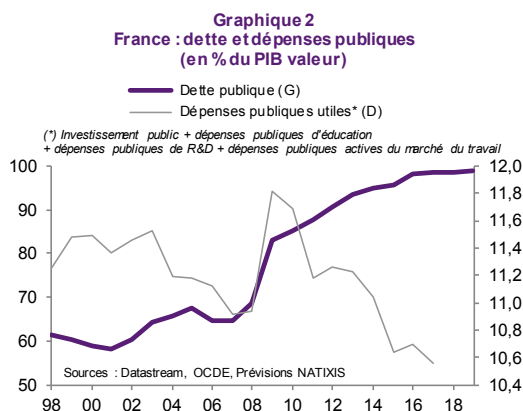
L'idée est simple : la génération présente profite d'une dette publique plus élevée à court terme, tandis que les générations suivantes devront rembourser cette dette publique supplémentaire. **Mais en réalité, il faut analyser plus finement les effets intergénérationnels de la dette publique.**

## Les effets intergénérationnels d'une hausse de la dette publique

### (1) A quoi sert la hausse de la dette publique ?

Si la hausse de la dette publique finance des investissements productifs, efficaces (infrastructures, éducation, formation, recherche, soutien aux entreprises innovantes) elle **génère plus tard un supplément de revenus** et il n'y a donc pas de charge pour les générations futures.

Le **graphique 2** montre que, en France, la hausse de l'endettement public depuis 10 ans ne vient pas de celle de ces dépenses publiques utiles.



**(2) Quelle est la hiérarchie entre taux d'intérêt réel et croissance en volume ?**

L'Encadré 1 ci-dessous montre l'importance de la hiérarchie entre taux d'intérêt et croissance en volume.

---

**Encadré 1 : Effet d'un taux d'endettement public plus élevé**

Notons :

- $d$  le taux d'endettement public (par rapport au PIB) ;
- $r$  le taux d'intérêt **réel** ;
- $g$  la croissance en volume ;
- $defp$  le déficit public **primaire** (hors intérêts sur la dette publique) ;
- $excp$  l'excédent public **primaire**.

On a la dynamique du taux d'endettement public entre l'année  $t$  et l'année  $t+1$  :

$$d_{t+1} = d_t(1 + r - g) + defp_t$$

**(1) Si  $r > g$  (taux d'intérêt réel supérieur à la croissance en volume)**

Pour que le taux d'endettement public se stabilise au niveau  $\bar{d}$ , il faut un excédent public primaire au moins égal à :

$$excp \geq \bar{d}(r - g)$$

**(2) Si  $r < g$  (taux d'intérêt réel inférieur à la croissance en volume).** Le taux d'endettement public converge toujours vers  $d^*$  tel que :

$$d^* = \frac{defp}{g - r}$$

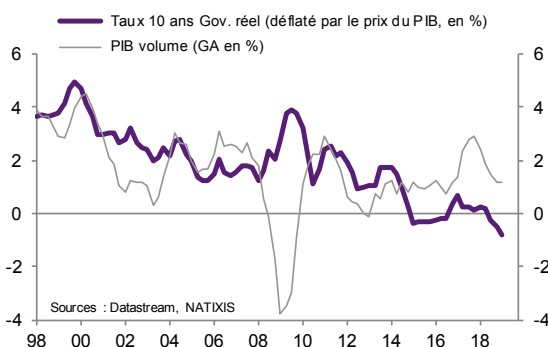
- 
- **Si le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance en volume**, pour que le taux d'endettement public converge, **il faut que le pays dégage un excédent budgétaire primaire** (hors intérêts sur la dette publique) **supérieur au produit du taux d'endettement public de long terme par l'écart entre taux d'intérêt réel et croissance en volume** (de manière équivalente que le déficit public total soit inférieur au produit du taux d'endettement public et de la croissance en valeur). **Si le taux d'endettement public accepté à long terme est plus élevé, alors l'excédent budgétaire primaire nécessaire pour assurer la solvabilité budgétaire est plus élevé et il y a bien prélèvement sur les générations futures.**
  - **Si le taux d'intérêt réel est inférieur au taux de croissance en volume**, le taux d'endettement public converge vers une limite de long terme. **Si on accepte que cette limite soit plus élevée, le déficit budgétaire primaire du pays peut être plus élevé, et il n'y a pas prélèvement sur les générations futures au contraire.**

Qu'a-t-on observé en France ?

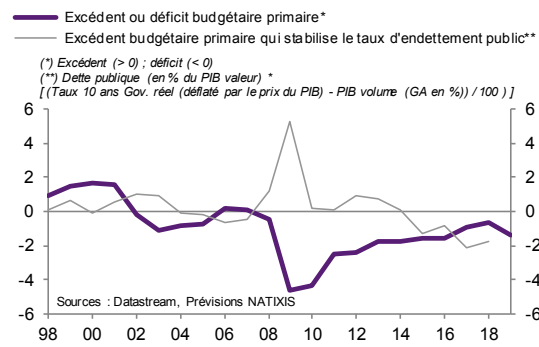
Le **graphique 3** montre que, en France, **le taux d'intérêt réel est inférieur à la croissance réelle depuis 2014.**

Lorsque le taux d'intérêt réel est supérieur au taux de croissance, pour assurer la solvabilité budgétaire, il faut que l'excédent budgétaire primaire soit suffisamment élevé. Le **graphique 4** montre que ceci est le cas de 1998 à 2001, en 2006-2007, mais pas aux autres dates.

**Graphique 3**  
France : taux d'intérêt réel à 10 ans sur les emprunts d'Etat et croissance du PIB volume



**Graphique 4**  
France : solde budgétaire primaire (en % du PIB valeur)



## Synthèse : la dette publique est-elle une charge pour les générations futures ?

Ce qui précède montre que, pour que la dette publique ne soit pas une charge pour les générations futures, il faut :

- soit que la dette publique ait financé des dépenses publiques productives, efficaces ; on a vu que ceci n'était pas le cas en France ;
- soit que le taux d'intérêt réel soit inférieur au taux de croissance, ceci est le cas en France depuis 2014.

Dire que la hausse de l'endettement public est une charge pour les générations futures est donc tout à fait simpliste.

## Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUS-SIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>